

# 康力电梯 (002367)

## 订单饱满御风寒，毛利率反转迎春天

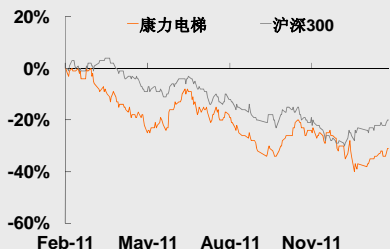
### 强烈推荐 (上调)

现价: 14.01 元

#### 主要数据

行业	机械
公司网址	canny-elevator.com
大股东/持股	王友林/46.70%
实际控制人/持股	王友林/46.70%
总股本(百万股)	252
流通 A 股(百万股)	114
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	35.37
流通 A 股市值(亿元)	15.97
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	37.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业保持景气，订单符合预期》2011.1.11  
 《以人为本双管齐下，孕育民族制造魂》  
 2010.12.06

#### 证券分析师

叶国际 投资咨询资格编号  
 S1060209050127  
 22627084  
 yeguoji001@pingan.com.cn

#### 研究助理

刘海博 投资咨询资格编号  
 S1060110080083  
 "021-33830523"  
 liuhaibo106@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项:** 康力电梯发布年报及重大合同事项, 公司 2011 年实现销售收入 16.0 亿, 同比增长 47.1%, 实现净利润 1.5 亿元, 同比增长 26.1%, 全面摊薄的每股收益 0.60 元。截至 2011 年底, 公司正在执行的有效订单金额为 18.9 亿。

#### ■ 受益于城市化进程中基础设施建设和保障房建设增加, 公司收入、订单仍然保持高速增长。

公司 2011 年电梯受益于保障房建设, 同比增长超过 50%, 基础设施建设拉动扶梯销售同比增长 43.3%, 零部件业务中山项目一期达产, 同比增长 43.6%, 维保业务受益于在外销售电梯基数增加及新增电梯销量大幅提升, 实现同比增长 87.9%。截至 2011 年底, 在手订单充足, 18.9 亿有效订单保障 2012 年持续快速增长。

#### ■ 公司产品价格调整滞后原材料上升, 2012 年毛利率有望反转。

2011 年受人力成本、钢材和稀土价格上升影响, 电梯产品毛利率均出现不同程度下滑。其中电梯零部件下滑超过 5 个百分点主要由于公司的原材料付款政策所致, 钢材成本出现价格敞口。稀土价格暴涨导致曳引机价格同比大幅上涨, 电梯毛利率出现下滑。公司 2011 年 8 月份提价 5% 以缓解成本压力, 2011 年低毛利产品基本交付完毕, 预计 2012 年高毛利产品进入交付期, 公司整体毛利率有望实现反转。

#### ■ 公司费用控制能力强, 现金流受房地产调控和保障房电梯销售影响出现下降, 股权激励成本对费用影响将在 2012 年达到高峰。

公司费用率控制显著, 在保证研发支出的稳定的前提下, 销售、管理和财务费用率分别下降 1.39、0.53 和 0.05 个百分点。公司 2011 年经营性现金流同比下降 44%, 主要是由于房地产调控对地产开发商资金链影响, 另外政府保障房建设贷款交付期较长。根据我们测算公司股权激励总成本为 4600 万, 预计 2012、2013 年、2014 年和 2015 年摊销到管理费用的股权激励成本分别为 1616、1440、808 和 346 万, 对净利润影响逐步变小。

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	824	1,090	1,603	2,077	2,718
YoY(%)	19.4	32.3	47.0	29.6	30.8
净利润(百万元)	84	120	151	193	266
YoY(%)	67.6	42.4	26.1	27.4	38.0
毛利率(%)	26.9	26.8	23.4	24.7	24.6
净利率(%)	10.2	11.0	9.4	9.3	9.8
ROE(%)	25.5	9.5	10.1	11.4	13.6
EPS(摊薄/元)	0.33	0.47	0.60	0.76	1.05
P/E(倍)	42.0	29.5	23.4	18.4	13.3
P/B(倍)	10.7	2.8	2.4	2.1	1.8

■ **电梯行业受房地产调控影响和基数过大影响，预计 2012 年增速放缓，具有性价比优势民族电梯制造商有望持续扩大市场份额。**

据中国电梯协会发布数据，2011 年中国电梯行业销量 45 万部左右，同比增长 23%，中国大陆销量 40 万部，保有量超过 200 万部，受房地产调控和基数过大影响，我们预计电梯行业增长将大幅放缓。且市场格局会发生变化：房地产高利润时代的终结将导致开发商更加注重成本控制，二三四线城市将成为新增电梯需求的主战场，具有性价比优势的民族电梯品牌将有望持续扩大市场份额。

■ **公司产能扩张及渠道下沉进展顺利，给未来销售及维保业务提供持续增长动力。**

截至2011年底，公司成立销售分公司18个，2011年新增11个。苏州总部新达电扶梯配件三期、新里程电梯控制器公司和中山一期均在11年完成，成都康力项目一期工程建设的下半年开始投资建设，公司战略布局稳步推进。

■ **预计 2012、2013 年每股收益分别为 0.78 和 1.05 元，对应 2 月 24 日 14.01 的收盘价，2012、2013 年 PE 分别为 18.0 和 13.3 倍，上调公司至“强烈推荐”评级。**

鉴于公司在手订单饱满、产能及销售扩张的战略布局、董事长增持对公司未来发展的信心和股权激励计划对管理层的正面影响，我们认为公司未来 2 年保持 30%的复合增长可以期待，给予“强烈推荐”评级。

■ **风险提示：房地产调控影响超出预期、市场竞争加剧**

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1785	1906	2255	2783
现金	1116	1057	1160	1475
应收账款	114	167	219	263
其他应收款	18	19	27	35
预付账款	63	125	141	184
存货	471	532	702	817
其他流动资产	3	6	6	8
<b>非流动资产</b>	319	497	646	743
长期投资	0	0	0	0
固定资产	229	338	472	571
无形资产	71	91	111	136
其他非流动资产	19	68	64	37
<b>资产总计</b>	2104	2403	2901	3526
<b>流动负债</b>	827	888	1183	1539
短期借款	0	0	0	0
应付账款	245	296	391	512
其他流动负债	582	593	792	1027
<b>非流动负债</b>	13	18	25	30
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	18	25	30
<b>负债合计</b>	840	906	1208	1569
少数股东权益	0	0	0	0
股本	160	252	252	252
资本公积	854	892	892	892
留存收益	249	352	548	813
归属母公司股东权益	1263	1496	1692	1957
<b>负债和股东权益</b>	2104	2403	2901	3526

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	194	108	267	432
净利润	120	151	196	265
折旧摊销	20	28	26	33
财务费用	-12	-17	-11	-13
投资损失	0	-0	0	0
营运资金变动	51	-76	45	140
其他经营现金流	15	22	11	8
<b>投资活动现金流</b>	-105	-229	-175	-130
资本支出	107	234	150	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	5	-25	-30
<b>筹资活动现金流</b>	796	78	11	13
短期借款	-17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	60	92	0	0
资本公积增加	787	38	0	0
其他筹资现金流	-34	-52	11	13
<b>现金净增加额</b>	885	-43	103	315

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	1090	1603	2077	2718
营业成本	798	1228	1563	2048
营业税金及附加	6	8	10	14
营业费用	88	107	135	171
管理费用	77	104	152	188
财务费用	-12	-17	-11	-13
资产减值损失	6	6	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	128	167	221	302
营业外收入	14	19	15	15
营业外支出	3	7	5	5
<b>利润总额</b>	139	179	231	312
所得税	19	28	35	47
<b>净利润</b>	120	151	196	265
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	120	151	196	265
EBITDA	136	178	235	321
EPS (元)	0.75	0.60	0.78	1.05

主要财务比率

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.3%	47.0%	29.6%	30.8%
营业利润	35.5%	29.7%	32.4%	36.8%
归属于母公司净利润	42.4%	26.1%	29.8%	35.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	26.8%	23.4%	24.7%	24.6%
净利率	13.1%	11.0%	9.4%	9.4%
ROE	9.5%	10.1%	11.6%	13.5%
ROIC	67.1%	28.7%	33.4%	50.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.9%	37.7%	41.7%	44.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.16	2.15	1.91	1.81
速动比率	1.59	1.55	1.31	1.28
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.72	0.71	0.78	0.85
应收账款周转率	8	10	9	10
应付账款周转率	3.66	4.54	4.56	4.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.60	0.78	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.43	1.06	1.71
每股净资产(最新摊薄)	5.00	5.93	6.70	7.75
<b>估值比率</b>				
P/E	29.51	23.41	18.04	13.35
P/B	2.80	2.36	2.09	1.81
EV/EBITDA	18	14	11	8

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257